

産業再生と金融・資本市場

ハードランディング、ソフトランディング、ターンアラウンド

小泉内閣が発足してまる2年が経った。発足直後に、TOPIXは1400、日経平均株価は14000円台の高値をつけたものの、その後、株価指数はこの水準を超えることがなく、昨今では20年以上前の水準にまで下落する状況が生じている。

いきおい、小泉首相が声高に提唱した「構造改革」についても、株価の大幅な下落という現実の前に、人々の共感が薄れつつあるように思われる。そして、景気刺激、デフレ阻止のための積極的な財政・金融政策の発動を求める動きは、一段と強まる気配がある。

構造改革論の一つの誤算は、それが清算型の処理のように認識されることが多かったことであろう。誤算ではなく、実際に清算型処理を目指す向きもあったのかもしれない。

すなわち、日本経済の問題は、80年代後半のバブルで生じた不動産関連業界等における過剰供給構造、そして、90年代後半のITバブルで生じた通信や電子業界等における過剰供給構造であり、この過剰供給問題、及びそれと密接に係わる過剰債務問題、不良債権問題を、設備や雇用などの削減や不良債権の処理など、供給サイドの切捨てによる調整で解決しようというのが、清算型処理のアプローチである。

過剰設備の廃棄、過剰雇用の調整や不良債権の処理を進めることは、リソースを再配分し、生産性を回復させるためには不可欠であろう。しかし、これはいわゆるハードランディング型のアプローチとして、忌避する動きが高まるのは避けられない。物価も賃金も株価も地価も、十分な需要を喚起する所まで下がるにまかせる覚悟が、日本の経済、社会には無かったということであろう。1400兆円の個人金融資産の存在が、あたかも国力を示すかのように認識され、IMF支援に陥った韓国などとは違うという議論もあった。

そして、このデフレが進展する最中に、清算型処理を強行することは、デフレスパイラルに日本を陥れる愚行であるという議論も強まった。確かに清算型処理を急ぐことは、足元を見られたたたき売りにつながりかねない。

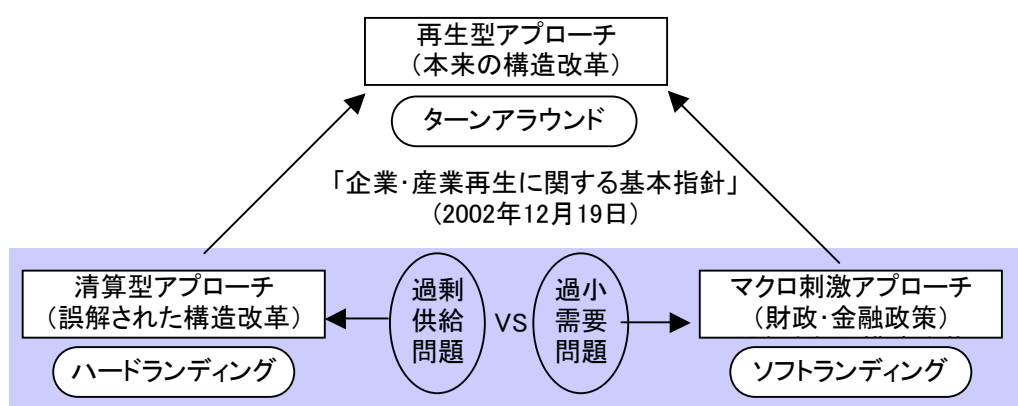
そこで、マクロ政策の思い切った発動という、ソフトランディング型のアプローチが強く提唱されることになる。すなわち、問題は過剰供給ではなく過少需要であり、需要を拡大させることが必要である、という考え方である。

しかしこの考え方は、あたかもバブル期の経済を正常と考え、そこからの調整を深刻な不況の持続であって、より正常な状態への回帰とは見ない考え方とも言える。どの時点の

日本が正常か否かの議論は水掛け論に陥ろう。むしろ見据えるべき問題は、財政、金融政策にどの程度刺激余地があり、また刺激政策がどの程度、正常への回帰を実現できるのか、という点である。ソフトランディングを指向したものの、結局、とんでもないハードランディングに帰結する事態も懸念される。

そこで、過剰供給論から過少需要論へと振り子を一気に揺り戻してしまう前に、単純なハードランディングともソフトランディングとも違う、もう一つの可能性を試すべき時であろう。それが、ターンアラウンド、すなわち再生型アプローチである（図表 1）。

図表 1 再生型アプローチへのパラダイムシフト



再生型アプローチのインフラがようやく整ってきた

再生型アプローチは、破綻した企業や産業を、終わりとみなして清算を急ぐのではなく、再生できるものは再生しようという考えである。再生不能な部分は処理せざるをえないが、復活しうる部分を極力伸ばす努力が払われるため、単なる縮小均衡を目指す動きとは違う。

また、仮に需要拡大型のアプローチをとるにしても、それが単に経済・産業構造の変化に取り残された企業の延命につながらないためには、再生型アプローチを先行させることは意義がある。

日本再生、経済再生、産業再生、金融再生などなど、これまでも、再生というキーワードが、政府の各種の対策に掲げられていた。その意味で、再生が重要などと言っても、何をいまさらと言われるかもしれない。

しかし、わが国において、これまで清算型アプローチと再生型のアプローチの違いが十分理解されていたとは思われない。構造改革も、前者の意味で捉えられるケースが多く、後者の意味での認識が浸透すれば、受け止め方も変わっていたかもしれない。

今までの日本においては、清算と再生の混同が生じて止むを得なかった。会社は倒産すると終わりであり、債権者に責め立てられ、証券市場からも締め出される。社員は路頭

に迷い、経営者は一生かかっても払いきれないほどの借財を背負い、保証人となった親類・縁者にも多大な迷惑をかけ、再挑戦の道を閉ざされる・・・、破綻とはそういうものだ、という認識が一般的だったのではあるまいか。

再生型アプローチが可能となるためには、多くの変革が必要であった。特に再建型の倒産法制である民事再生法が2000年4月に施行されたことで、「敗者復活」の可能性が広がった。さらに国家レベルで再生型アプローチを明確に推進しようというのが、内閣における2002年11月の産業再生・雇用対策戦略本部設置であり、またその最重要施策としての産業再生機構の設立と言えよう。

日本経済は、バブル崩壊後十余年にしてやっとのことで、再生型のアプローチを進めるインフラを確立させつつあるのである。もっと早く対応していれば、再生余力がまだまだふんだんにあったのかもしれない。しかし、決して手遅れと考えず、不毛な経済論争に明け暮れるよりも、可能な限りこの新しい枠組みを生かすことに注力をしていくべき時と言えよう。

図表2 産業再生に向けた環境整備の進展

1999年	
10月1日	産業活力再生特別措置法(産業再生法)施行
2000年	
4月1日	民事再生法施行
2001年	
4月6日	「緊急経済対策」、金融再生と産業再生を提唱
5月23日	政策投資銀行がフットワークエクスプレスにDIPファイナンスを実施
9月19日	私的整理に関するガイドライン
10月26日	「改革先行プログラム」、整理回収機構による企業再建や政策投資銀行のファンド設立を提唱
11月1日	整理回収機構、企業再生本部設置
2002年	
2月4日	政策投資銀行が日本みらいキャピタルに出資
3月16日	事業再生研究機構設立
10月30日	「改革加速のための総合対応策」及び金融再生プログラム発表
11月12日	内閣に産業再生・雇用対策戦略本部設置
12月19日	産業再生・雇用対策戦略本部が「企業・産業再生に関する基本指針」を決定
2003年	
2月14日	経済産業省が早期事業再生ガイドライン案を公表
3月28日	貸出債権市場協議会報告書、リレーションシップバンキングに関するアクションプログラム
4月1日	改正会社更生法施行
4月9日	改正産業再生法施行
4月16日	産業再生機構、発足
4月24日	事業再生実務者協会設立

産業再生は過剰供給問題の解決につながるのか

再生の美名の下に、単なる問題先送り、弱者救済的な対応がなされる恐れがある点には要注意である。過剰供給問題がある場合、競争に敗退したところが、過度に救済されるのであれば、不毛な競争が続き、結局、産業全体が疲弊しかねない。既に建設業界や銀行業界は、こうした状態に陥っている可能性がある。

再生は、あくまで生き残る価値のある部分を見出し、生かすことであり、単なる延命策とは異なる。この点は、2002年12月の「企業・産業再生に関する基本指針」でも強調されているところである。

そこで、重要なことは、様々な既存の利害関係者ではなく、事業再生のスペシャリストが、客観的に事業の将来性を判断し、意味のあるキャッシュフローを生み出せる可能性があるものと、そうでないものを峻別する体制を確立することである。民間レベルでは、各種の利害対立もあり、こうした体制が整備されにくかったため、国家レベルでこの役割を果たすことが期待されるのが産業再生機構である。

同機構内の産業再生委員会は、再生ではなく救済に陥らないよう、再建計画及び買取価格の適正性を判断する。その基準は、図表3に示すようなものとなっている。清算価値以上のキャッシュフローの現在価値を生み出せるのであれば、スポンサーも登場するのであり、同機構は、決して、税金による貸出債権買取りを通じた産業・企業の救済を意図しているわけではない。

図表3 産業再生機構における支援基準と債権買取要件

<p>産業再生機構の支援基準(再生計画終了時に以下の基準を満たす)</p> <ul style="list-style-type: none">○生産性基準(次の3つのうちいずれかを満たすこと)<ul style="list-style-type: none">・自己資本利益率(ROE)が2%ポイント以上向上・有形固定資産回転率が5%以上向上・従業員一人当たり付加価値額が6%以上向上○財務健全化基準(次のいずれも満たすこと)<ul style="list-style-type: none">・有利子負債のキャッシュフローに対する比率が10倍以内・経常収入が経常支出を上回ること <p>(必ずしも数値基準を硬直的に適用することはない)</p> <p>産業再生機構の債権買取要件</p> <ul style="list-style-type: none">・対象企業の清算価値よりも回収価値が多いと見込まれること・買取価格は再生計画を踏まえた適正な時価とすること・再生計画の終了時点において、新たな再生スポンサーの関与等により当該企業が3年以内に機構以外からの資金調達が可能となる状況となり、その結果、当該債権の処分が可能となる蓋然性が高いと見込まれること

理念ではなく現実として受け止めるべき市場価格

清算価値と再生価値を比較するにも、結局、様々な財市場、サービス市場、金融市場、資本市場で成立する価格を、尺度として利用せざるをえないことは言うまでもない。

これは、市場が神聖であり、そこで発見される価格が理念として正しいものと考えられるからということでは必ずしもない。その価格で売り手が存在し、買い手が存在し、取引が成立するという動かしがたい現実を受け入れる必要があるということである。

安すぎる、高すぎる、といっても、現実にそれ以外の価格で取引する売り手や買い手が登場しないのであれば意味がない。市場で成立している価格がおかしいと考える者は、市場メカニズムを批判するのではなく、なぜそのような「安すぎる」価格でその人は売るか、あるいは「高すぎる」価格で買うのか、その妥当性を見極めるべきである。理に合わない価格が提示されているとすれば、裁定に乗り出せばよい。自らは資金もリスクも負担せず、あるべき価格を論じ、市場を批判するのは無責任と言える。

再生型アプローチが、救済型アプローチに終わるか終わらないかの分かれ目は、商業ベースに乗るかどうかの判断を徹底できるかどうかにかかっている。

相対型の取引であっても、純粹に商業ベースで売買が成立するのであれば、それは広義の市場取引である。もちろん、より多くの参加者が競争的に売買する市場の方が、価格の妥当性、普遍性が高まることが期待される。

しかし相対取引と競争的価格決定がなされる狭義の効率的市場は、対立するものではなく、広義の市場の両極端であり、現実の市場はそのどこかに存在すると見るべきである。

重要なことは、相対か競争的かよりも、図表 4 に示すような原則を満たし、参加者が純粹に商業ベースで売買を行っているかどうかである。売り手や買い手が商品を十分理解せずに売買しているようでは、商業ベースの判断がなされているとは言えない。あるいは売り手や買い手が不当な価格と知りつつ売買を余儀なくされるような取引は市場取引ではない。さらには、安易な判断や不当な価格で売買して損をしても、その損失を例えば国民に税金という形で知らず知らずに転嫁できるという思惑の下に取引がなされる場合も、市場取引と言えないのである。

こうした市場メカニズムは、良いか悪いかではなく、あたりまえの商取引そのものである。自由主義国家における経済活動そのものである。しばしば気まぐれに故障し、不本意にしか機能しないかもしれないが、他によりまともな代替品が見当たらないだろう。

わが国が再生型アプローチに本腰を入れるのであれば、これまで以上に、上記のような意味での市場メカニズムを、あたりまえに活用する経済・社会システムとならなければならない。

図表 4 市場が機能するための基本原則

- 1 売り手、買い手双方が取引判断に必要な不可欠な情報を保有していること
- 2 参加者が、情報を元に商品・サービスを見極め、自分なりに合理性があると考えて取引すること
- 3 売り手、買い手とも対等な立場で取引に臨んでいること
- 4 双方に納得のいく価格で合意し、その価格で取引を実行すること
- 5 価格など、実現した取引に関する情報は広く公表されることが望ましい
- 6 売り手、買い手は、取引の結果、事後的に損得を被っても、自己の責任とし、了解なしに負担を他者に転嫁できないこと

産業再生に不可欠な相対型取引の市場化

その意味で、本来の市場取引に向けて見直しが急がれる分野の一つが銀行貸出であろう。これは、必ずしも間接金融から直接金融に転換すべき、ということではない。相対取引としての銀行貸出は、今後とも日本経済において重要な役割を果たすと考えられるが、上述したような本来の商取引の姿と相違する部分があまりに目立つのである。

この点は、2003年3月27日に発表された金融審議会のリレーションシップバンキングに関するワーキンググループ報告書でも問題が指摘され、翌日に発表された金融庁のリレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラムでは、解決に向けた具体的方策が提示されている¹。

第一の問題は、リスクにもコストにも見合った金利設定がなされていない結果、過去何年もの間、銀行は本業である預貸業務で事実上採算割れの状態が続いている点である。通常の民間企業では、想定し難いこのような状況が可能なのも、最終的に経営難に陥っても、税金で損失が補填されるという暗黙の前提があるからだろうか。

いずれにしても、貸出金利が正常な商取引とは言えない水準に設定されていれば、本来は利払いに窮し、再生措置を検討した方が多いような多くの企業が、健全扱いされてしまいかねない。これでは、再生余力のある早期に事業再生を目指すべきという、再生型アプローチを進める上での障害となる。

また、貸出の判断が、借り手の企業の収益性や成長性ではなく、担保や保証に過度に依存していたのではないかと、という批判もある。しかも融資後の担保価値や保証の価値について、十分なモニタリングがなされてこなかったケースが多い。そして、一端、企業が破綻したとなると、米国のように差し押さえ禁止財産の範囲が狭くないため、懲罰的なまでに債務者を追い込む結果となると言われる。

とりわけ、第三者保証が多用されている結果、債務者は事業の先行きが怪しくなっても、早期に見切りをつけて民事再生等の措置を利用するのではなく、保証人に迷惑をかけまいと、最後の最後まで破綻を避けようとし、かえって再生余力が無い末期的状態に陥ってか

¹ 淵田康之「中小・地域金融機関の今後のあり方について」『資本市場クォーターリー』2003年春号

ら破綻しがちである。破綻後は、自らの個人保証の負担はもとより、第三者保証を提供した親類・縁者に多大な迷惑をかけているため、再チャレンジの機会も閉ざされてしまう。

これは、銀行が希少な資金を割り当てる立場にあった、資金不足経済時代が長く続いた結果確立した、いわば銀行優位の取引慣行と言えよう。

経営難に陥った企業が、再生余力があるうちに民事再生等の措置に訴えることができ、むしろ銀行自身が現実的な判断をして、これを予め支援し、破綻後の DIP ファイナンスをビジネスとして提供するプレパッケージドディールを選択するようなケースが一般化していくべきであろう。

この他、担保・保証に依存せずスコアリングモデル等を利用した貸出や財務制限条項付きの貸出を行うこと、担保・保証を求めるとしても事後モニタリングを重視すること、第三者保証は見直すこと、以上のような銀行貸出の抜本的な見直しを実現させることが、わが国が今後、再生型アプローチを本格化に追求していく上で不可欠なのである。

実は擬似エクイティだった銀行貸出

日本の銀行貸出については、もう一つ、その本質が問われる部分がある。すなわち、デットではなく、エクイティだったのではないのか、ということである。

イトーヨーカー堂の伊藤雅俊名誉会長は、2003年4月12日の日本経済新聞「私の履歴書」の中で、「金利を払えば元本は返さなくてもいいというのがいつごろからか、この国では常識になっていたようだ。」と述懐されている。企業にとっては、事実上、借入れという名の下、優先株を銀行に買ってもらっているのと似たような状況だったのである。

実際、わが国の企業には「長期運転資金」借入れという慣行もあり、その実態は、満期が意識されていないばかりか、企業の業績が苦しければ利払い（配当？）がしばしば減免される、エクイティそのものだったのである。

日本の企業の自己資本比率が低いと言われるが、実際には銀行が融資という名目のエクイティ出資を行うことでこれを補完していたと言えよう。そして預金を原資にエクイティ投資をすることのリスクを、銀行は担保や保証に過度に依存することによってヘッジしていたとも考えられる。

こうした構図は、右肩上がりの経済が続き、担保の処分や保証の履行を殆ど行うことなく債権価値を保つことができた間は良かった。しかし、企業の破綻が日常茶飯事となると、銀行は、当然、債権回収者としての本性を發揮せざるをえなくなる。そしてこうした銀行行動の変化は、企業の再生の芽を摘みかねないのである。

事業再生のプロたちは、銀行は事業再生の主役とはなりえない存在だと指摘する。事業を再生させることと、債権回収をするという立場は利益相反を生むからである。そこで、銀行が債権をデット・エクイティ・スワップすることにより、債権者としてではなく、出資者の一人となることが、事業再生の上では重要であると言われる。

銀行貸出を、事実上のエクイティから、エクイティそのものとするにより、企業にとっても銀行にとっても、そのリスク、リターンを正当に見極めた上での行動が可能となるのである。

デット・エクイティ・スワップと非市場型間接金融のライトサイジングへ

デット・エクイティ・スワップの発想が必要なのは、事業再生に陥ったケースだけではない。既存の企業融資の一定部分も、エクイティとしてのリスクを認識すべきであろう。また、新興企業は、しばしば銀行が、自社の技術力や将来性を評価して融資をして欲しいと要望する。しかし本来、こうしたベンチャー企業の技術や将来性にかかるファイナンスは、ベンチャーキャピタルが担う、ハイリスク・ハイリターンの領域と言えよう。ここを、従来、わが国の銀行が担ってきたことが、ソニーやホンダのような企業の勃興を支えてきたと評価すべきであろう。

しかし、今やわが国の銀行はそのようなハイリスクを担いきれない存在となってしまった。銀行は、新興企業の育成に擬似エクイティを提供し続けるのではなく、真のエクイティとしてそのリスクを認識すべきであろう。

言うまでも無く、事業再生にしる、起業支援にしる、銀行が、擬似エクイティとしてのデットをエクイティとして再認識していく場合、預金取り扱い金融機関であるため、保有しうるエクイティのリスクには限度がある。

ここはやはりプライベート・エクイティ・ファンドや株式そのものを通じた直接金融のルートが拡大せざるをえない。銀行貸出が擬似エクイティであったという現実を受け止め、そのエクイティ化を進めていくことにより、一見、過剰に見えた銀行貸出がエクイティとして本来のリスクテイカーの投資対象に転換する動きが本格化していこう。間接金融のライトサイジングを進める上では、証券市場振興策もさることながら、銀行貸出の本質を見直すことが必要なのである。

クレジットリスクのプライシングの問題と貸出債権取引市場活性化への期待

このように、銀行貸出のうち擬似エクイティ部分は、エクイティ化を進める一方、名実共にデットとみなせる部分は、デットとして、純粋な商取引の下でのプライシングが徹底されるべきである。

デットの正当なプライシングを考える上で、今のわが国の問題は、クレジットリスクに関するプライシングが異常な状況となっていることである。すなわち、同じ企業であるにも係わらず、貸出金利、社債流通利回り、そしてクレジットデリバティブ市場の間で、上乘せ金利が、大きく乖離した状態が続いているのである。

銀行貸出が正常な商取引となっていないことは指摘した通りだが、格付けが悪化した企

業においては、社債市場もほとんど買い手不在で、新規発行も想定し難い状況にあるため、価格の信頼性が十分とは言えない。

かといって、市場価格の利用をあきらめてはならない。機能する市場を創造することで、この状態を解消することが考えられる。一つの方策は、貸出債権の流動化である。貸出債権を銀行だけではなく、一般の投資家が投資対象としやすい環境を構築することを通じて、リスクに見合った正当な利回りが形成されていこう。

この点については、金融再生プログラムの一環として、2002年11月より全国銀行協会を事務局として貸出債権取引市場の拡大についての検討が進められてきたが、その報告書が2003年3月にまとまったことは大きな一歩であろう。各種の課題がまだ指摘されているとはいえ、貸出債権の流動化が本年以降、本格化していくことが期待される。

本来の間接金融の範を示す日本銀行の民間資金繰り支援

現状の間接金融を純粋な商取引に近づけるための方策という点では、2003年4月8日に日銀が検討を進めることを決定した、日銀による資産担保証券の買入れも注目されよう（図表5）。これは、日銀が民間企業へ資金供給を行うという点で、異例の措置ではあるが、銀行から中小企業等に円滑な貸出が実行されていないと批判される中で、より効果的な金融緩和策が模索されたものである。

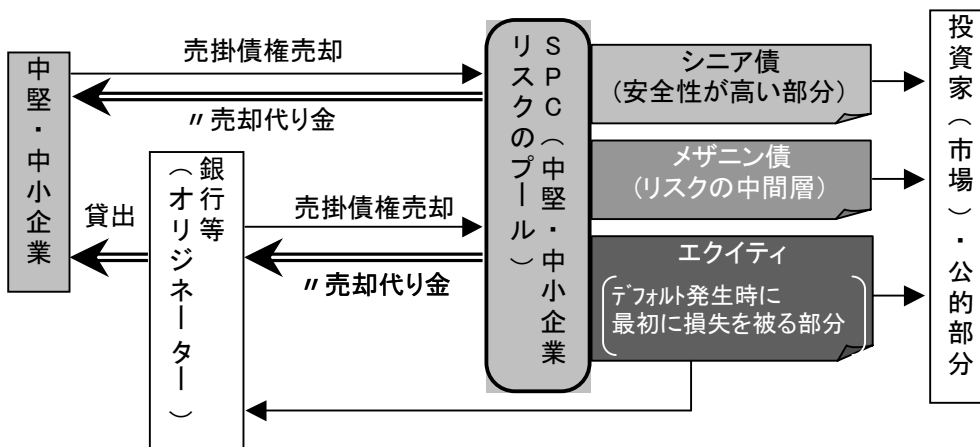
しかし今回の方策は、単に金融政策としてだけでなく、資産担保証券市場という新たな市場創出を狙っているという点が評価されるべきであろう。銀行が貸出債権をこのスキームを通じて売却する場合、当然、最終的な投資家が受容しうる価格を設定しなければならない。従って、貸出のオリジネーションの段階から、市場を意識した条件設定が行われるようになってくるのである。これによって、信用リスクの価格付けがより適切に行われることを、日銀は意図しているのである。

また、従来金融機関貸出では不動産担保が一般的であるのに対し、売掛債権担保の利用したファイナンスもスキームとして考えられている点が注目される。売掛債権は、中小企業の持つ資産としては、土地や現預金よりも金額的に大きく、これを担保とできることの意義は大きい。

このようなスキームは、本来は日銀が関与することなく発展することが望ましい。しかし、民間金融機関がなかなか従来型の貸出の姿から転換できないでいる今日、日銀が銀行の銀行として、これからの間接金融のあり方の範を示したとも言えよう。

その意味で、最近の日銀の施策としては、非伝統的な市場介入の性格も懸念された銀行保有株式の買入れの措置などに比べ、市場創出や間接金融の改革に資する措置として、今回の施策は高く評価されるべきであろう。

図表 5 日本銀行による資産担保証証券市場を通じる企業金融活性化策



(注)日本銀行は、上記のようなスキームでの資産担保証証券の新規組成を呼びかけ、また資産担保証証券のうち一定の信用度を有するものを買入れることを検討する。利用する証券種類（手形 CP、短期社債、社債）により、資産担保証証券の階層構造等は多様な構成を取り得る。

金融再生プログラムが銀行救済プログラムにならないために

わが国の民間金融機関は、以上のような新しい貸出のあり方に転換していなければならない、非市場型間接金融のライトサイジングが進む中で、金融機関としての存続が危ぶまれることになっていこう。そもそも、現状、わが国の企業セクター全体で見ると、ネットで資金余剰の状態にあり、伝統的な貸出の形態に固執してはもちろんのこと、新しいタイプの貸出に転換したとしても、ビジネスの将来性が約束されているわけではない。非市場型間接金融のライトサイジングは、金融機関の退出を促す動きとも言える。

この場合問題は、前述のように、金融機関について安易な救済が行われぬか、ということである。この点、2002年9月30日に金融担当大臣が柳澤氏から竹中氏に交替して以来、金融機関に対しては、明確にハードランディングシナリオが適用されるようになった、という認識が多いように思われる。

しかし、実際には、柳澤大臣は、ペイオフ全面解禁を掲げ、ペイオフ解禁までに問題金融機関を徹底的に整理した。そしてペイオフ解禁後は、「個別金融機関の問題であれば、早期是正措置を発動し、最悪の場合はペイオフが行われ、預金者の預金の一部が毀損することになる。ただし個別金融機関ではなくシステムリスクの問題であれば、預金保険法102条に基づき、公的資金を投入することになる。」という明確なスタンスであった。

ただ柳澤大臣の「現状、システムの危機の状態ではなく、公的資金の投入が必要な事態ではない」という主張が、当時、速水日銀総裁や竹中経済財政担当大臣などからも大きな批判を受けるといふ異例の事態を招いていた。そして竹中大臣の金融担当大臣兼務が決まったことで、「実際には、不良債権問題は大きな問題であり、公的資金の投入が必要なはずである」という認識を背景に、いわゆる竹中プランの策定が始まったのである。

ところが、このプランは一部で懸念されたような銀行国有化計画とはならなかった。単純な比較をすれば、柳澤大臣のスタンスの方がハードランディングだったと言える。すなわち、竹中大臣の下では、ペイオフの全面解禁が延期され、また柳澤大臣の下で 2002 年 3 月までに行われたような徹底的な金融機関の整理は行われていない。さらに、金融再生プログラムの下では、「特別支援」という新しい考え方が導入された。これは「個別金融機関が経営難や資本不足もしくはそれに類似した状況に陥った場合等」に適用される日銀特融や公的資金投入の仕組みであり、それによって「万が一にもシステムリスクが発生し、または経済が底割れすることのないよう」にするものである。

柳澤大臣が「個別金融機関の問題」と「システムリスク」を明確に分けた上で、後者のような事態を例外的なケースと位置付け、極めて限定的な公的資金投入を主張していたのに対し、今回は、万が一にでもシステムリスクが発生するようなおそれさえあれば、個別金融機関の問題に対する支援措置が提供されることになるのである。この特別支援措置は、主要行に限らず、中小・地域金融機関にも適用されるものである。

清算型アプローチではなく再生型アプローチが強調されるようになったという事情もあるだろうが、一般企業に対しては産業再生機構による債権買取にあたっては、安易な救済を排除するための客観基準が提示されているのに比べ、金融機関については一見厳格な対応が進展しているようでありながら、むしろ金融機関の閉鎖による金融機関の過剰供給構造の解消が進みにくくなるおそれがあることに留意しなければならない。

会計基準内の選択制よりも会計基準間の選択制が望ましい

以上、今後、わが国が再生型アプローチを本格化させる上で、純粋な商取引上の判断の徹底、すなわち市場機能の活用が重要であることを強調した。そして、特に、市場機能とは大きく乖離した取引が一般化している間接金融のあり方が問われている点を指摘した。

このように市場機能の活用を重視していく場合、その大前提として、会計制度とディスクロージャーが適切なものでなければならない。取引に参加しようという者が、企業の正確な財務情報をタイムリーに入手できなければ、取引に合理性があるかどうかの見極めや、対等な立場での取引参加といった、先述した本来の市場取引の原則が満たされなくなる。

会計やディスクロージャーは、投資家にとって重要なだけでなく、今後、銀行貸出が担保や保証への過度の依存からキャッシュフロー重視のスタンスを強め、また信用リスクを適切にプライシングされる姿を目指す上でも、不可欠のインフラである。

ところが、こうした動きに逆行するかのようになり、会計原則を、実態をより隠蔽しやすくする方向で修正しようという議論が高まっている。その最たるものが、時価会計の見直しや、減損会計の導入延期を目指した議員立法の動きである。体重が増えたことを憂い、体重計が一定以上の値を示さないように修正するのと同様の議論と言えよう。

時価会計や減損会計の導入は、国際的な議論も含め、多くの議論を踏まえて進められつ

つあるものである。企業のM&Aの活発化、資産価格変動の重要性の高まり、といったことを背景に、バランスシートが実態を反映することが不可欠な時代になっているという認識が背景にある。同時に、戦前などとは異なり、企業の発行する証券を、年金や投資信託を通じて、極めて多くの国民が所有する時代となり、投資家に対して、企業の実態を的確に開示することの重要性が格段に高まっているという背景もある。

そして、わが国においてとりわけこうした制度の導入が急がれるのは、右肩上がりの経済構造が大きく変化し、取得原価と時価の格差が大きく開いてしまっていること、そして会計上問題が表面化していなかった大型企業の倒産が相次いだという苦い教訓があるからである。こうした潮流を踏まえてなされた膨大な議論や貴重な教訓の蓄積を経て決定された方針を覆すのであれば、それ相応の詳細な議論を尽くすべきであろう。

とはいえ、所詮、会計原則というものは、政治的なプレッシャーによって常に歪められる存在である、という現実的な見方も必要かもしれない。米国においても、例えばストックオプションの経費算入の議論が、政治的圧力によって潰えた経緯がある。

そこで、ブルッキングズ研究所のロバート・ライタン氏などが主張するのが、企業が会計基準を選択できるようにすべきということである²。例えば自国の会計基準を選ぶか、あるいは国際会計基準を選ぶかの選択が考えられる。基準間の選択制がとられていれば、仮に、国内の会計基準が政治に弄ばれ、恣意的なものとなったとしても、国際的に事業を行い、海外投資家も多数抱えるような企業は、国際会計基準を選択することで、投資家の信頼を失わなくて済むのである。逆に、国際的な活動にも、国際的な投資家にも関心が無い企業で、国際会計基準に賛同したくない企業は、国内会計基準を選択すれば良い。国際会計基準自体も政治的プレッシャーと無縁でありえないので、複数の基準が存在し、基準間の競争があり、企業が選択できることが望ましいという主張である。

これに対して、一つの基準の中で、ある部分だけ選択性がとられることは、その基準全体を貫く会計の基本的考え方が何なのかかわかりにくくなる。そして部分部分の整合性もとれなくなるおそれがある。最初から採用する基準の違いで企業が分かれている方が、投資家の混乱が少ないと考えられる。

市場機能のいい所取りもただ乗りも許されない

市場機能のメリットを享受する上では、そのデメリットも甘受せざるを得ないという意識も必要であろう。国としてそのデメリットを小さくする市場設計を日夜努力することは当然としても、最も市場制度が進んでいる米国を見ても理想から程遠く、試行錯誤が続いている。問題があっても市場を使わざるを得ないのが現実であるが、仮に総じてデメリットの方が上回ると考える企業は、市場批判などする前にまずは非公開会社となることを選

² George Benston, Michael Bromwich, Robert Litan, Alfred Wagenhofer, "Following the Money- The Enron Failure and the State of Corporate Disclosure," AEI-Brookings Joint Center for Regulatory Studies, 2003.

択すべきであろう。

株価上昇期において、資金調達や益出しを活発化させるなど、市場を大いに活用する一方で、株価が下落してくると、市場価格は誤っているとか、市場が歪んでいるとか主張する企業が多いように思われる。そして、そういう誤った市場価格は会計上、利用したくないというわけである。

しかしこれは、市場機能のいい所取りというものであろう。市場機能を利用するのであれば、市場で決定される価格を正視し、これが何らかの情報不足によって理に適わない価格となっていると考えるのであれば、市場に積極的に情報提供をしていくべきであろう。

市場機能が重要となる時代においては、ディスクロージャーの質と同時に頻度も重要である。2003年3月に公表されたEU指令案が導入されれば、EU圏内の上場企業6000社が2005年から四半期開示を義務付けられる。ドイツ、フランス、イタリアなど大陸欧州の上場企業の多くは既に四半期開示を実施している。米国に続き、EUも四半期開示時代に入るのである。

これに対して、わが国では、四半期開示に消極的な企業が多いようである。市場機能をフルに活用するのであれば、相応のコスト増大を進んで負担するという姿勢を示すのが本来であろう。

また、会計基準のあり方を批判する一方で、会計基準を検討する財務会計基準機構への寄附を渋る企業も多いという。米国では、エンロン問題を教訓として、会計監査人を監督するPCAOBを設立したが、ここは会計事務所と発行会社から手数料を強制徴収し、この収入によって自らの運営資金だけではなくFASBの予算も賄う仕組みとなっている。企業から任意に支援を受けているようでは、客観的、中立的な基準設定がなされないおそれがあるからである。わが国も多いに参考とすべきであろう。

会計やディスクロージャーの受益者は、投資家であることを考えると、投資家からこうしたコストを徴収することも考えられる。もちろん、企業に課されたコストは、間接的に投資家に転嫁されようが、やはり会計やディスクロージャーが真に投資家のためになるためには、投資家が直接のコストを負担すると同時に発言力を持つことが重要であろう。

投資家は、会計やディスクロージャーのコストだけではなく、アナリストの研究、格付けなど各種の市場のサービスに正当な対価を払っているかどうかも問われている。投資家から対価を取るのは困難であるため、証券会社は投資銀行ビジネスへの傾斜を強め、格付け会社も企業からの格付け取得手数料に依存せざるをえなかった。この結果生じたことは、情報や分析が企業に都合が良く、投資家にとって不利なものになりがちになるという問題である。

昨今のパッシブ運用、インデックス運用への依存の拡大も、他者が発見した価格へのただ乗りの横行とも言えよう。市場機能利用へのコストを払わないことは、結局、思わぬコストとなって投資家に跳ね返ってきかねない。

企業も投資家も、市場機能のいい所取りもただ乗りも許されないのである。

日本版プライム・スタンダード市場の導入を

以上のように、日本再生のために市場機能の活用が重要となる一方、不況や株価下落が続く結果、市場で成立する価格を受け入れたくないとする動きや、市場機能利用のコストも負担したくないという動きが目につく昨今である。

わが国の市場経済の成熟度が、所詮その程度ということであれば、その現実を受け止める必要があるかもしれない。純粋な商取引とは言えない間接金融にどっぷり依存しながら、部分的に市場経済のいい所取りやただ乗りをしてきただけの企業が多かったということであろう。

そうであれば、時価会計の放棄を認め、四半期開示の導入も要求しない代わりに、少なくともいい所取りやただ乗りで市場を利用しないよう、発行市場や流通市場の利用を制限していくことも考えられよう。

上場廃止措置はドラスティックすぎるとすれば、逆に、わが国市場機能の最終防衛ラインを明確にするためにも、市場機能を十分尊重し、国際会計基準を選択し、四半期開示もIRも積極的に行う企業を、他の企業と区別して守り抜くという対応策もあろう。例えば、証券取引所が、こうした市場機能をフルに尊重する企業と、そうではない他のマーケット・アンフレンドリーな企業を、別個のセクションで取り扱うことが考えられる。

例えば、ドイツ取引所では、2003年1月より、四半期開示、国際会計基準もしくは米国会計基準の導入、英語による適時開示書類の提出、コーポレート・アクションのタイム・テーブルの公表、最低年1回のアナリスト・ミーティングの開催といった要件を満たす企業を、プライム・スタンダードという新しい市場で取引し、他の企業はゼネラル・スタンダードという市場で取引することとした³。

日本もこのように取引所に新たなセクションを導入し、これに併せて、新たなインデックスも普及させていくことが考えられる。

この結果、市場という観点から真に優良な企業と、企業会計や情報開示の質が劣った、あるいは再生可能性や存続も疑問とされるような企業も一緒にしたインデックスの上下に国民が一喜一憂し、またこれに多くの機関投資家が安易に連動するような状況が相当程度見直され、市場機能を活用した再生型アプローチが進展しやすい環境が生まれてくることが期待される。

(淵田 康之)

³ 岩谷賢伸「欧州主要取引所の市場区分見直し」『資本市場クォーターリー』2003年春号参照。